

合理价格区间

47.60-54.40 元

发行基本情况

发行前总股本	5,400 万股
发行价	49.00 元
发行价/2009 年摊薄后 EPS	51.88 倍
发行前每股净资产	2.83 元
发行前资产负债率	30.91%
发行数量	1,800 万股
网下发行	360 万股
网上发行	1,440 万股
上市交易日期	-
拟募集资金	21,502 万元
实际募集资金	88,200 万元
第一大股东	张波
发行后持股比例	39.03%

行业走势图



研发部

何阳阳

SAC 执业证书编号：S1340210090003

联系电话：010-68858150

Email: heyangyang@cnpsec.com

社区安防渐获重视，公司业务从产品向运营拓展

——安居宝（300155）新股分析报告

摘要：

- 公司是国内楼宇对讲系统及智能家居系统最重要的集成生产商和系统方案解决提供商之一，已成功开发出防盗报警系统。公司目前实际控制人为董事长张波，持有公司发行前 52.04% 股权。
- 我国安防行业需求前景乐观，社区安防渐获重视。楼宇对讲系统是社区安防的最重要的子系统。该领域，我国企业竞争力强，预计随着城市化进程推进以及楼宇对讲升级产品需求增加，需求呈稳定快速增长。楼宇对讲系统趋于数字化方向发展，黑白可视和彩色可视等具有更多图文、音视频等信息功能的产品日益成为市场主流。公司利用自身技术研发优势，根据市场发展趋势升级产品，近年来产品结构不断优化。
- 以楼宇对讲系统为基础发展起来的智能家居系统未来市场空间广阔，其整合了安防、智能、节能等功能。公司是行业内第一品牌，将受益于行业发展，目前智能家居系统占公司营业收入比重不到 10%，增长空间大。公司将持续进行低功耗无线技术和智能探测技术的研究开发，推出更多更适合市场的智能家居产品，扩大市占率。
- 报警运营服务行业在我国尚处于导入期，随着客户对大安防概念的逐渐认可，将迎来快速增长，比重将日趋增加。报警运营服务是公司现有“产品运营”业务的延伸和公司的战略性举措，有利于优化公司业务和增加公司利润增长点。公司在总结国内外运营模式的基础上，探索出一种全新的运营模式，目前取得较好的推广效果。
- 技术研发、营销及品牌构筑公司竞争优势。
- 本次 IPO 拟募集资金 2.15 亿元，投资于研发中心建设项目、扩产至 122 万台数字化安防产品项目、营销与服务体系扩建项目等三个项目。
- 预计公司 2010-2012 年摊薄后每股收益分别为 0.94 元、1.36 元和 1.98 元。我们较为看好公司由产品向运营拓展的业务发展前景，公司的合理估值区间是 2011 年 35 到 40 倍 PE，对应的价格 47.60 元至 54.4 元。
- 风险提示：1、受房地产行业景气度影响的风险；2、技术研发和新产品开发风险；3、市场竞争加剧的风险；4、报警运营业务市场开拓的风险。

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	155	217	268	359	514
yoy	236.9%	39.9%	23.6%	33.9%	43.2%
净利润	29	51	68	98	142
yoy	181.6%	74.8%	32.3%	43.7%	45.8%
基本每股收益	0.59	1.02	0.94	1.36	1.98
市盈率	-	-	-	-	-

目 录

1. 国内领先的楼宇对讲系统及智能家居系统集成生产商和方案提供商	4
1.1 公司基本情况及股权结构介绍	4
1.2 楼宇对讲系统及智能家居系统集成生产商和方案提供商	5
2. 社区安防渐获重视.....	7
2.1 安防行业需求前景乐观，社区安防渐获重视	7
2.2 我国楼宇对讲系统行业竞争力强，需求稳定快速增长	8
3. 立足楼宇对讲系统业务，积极拓展智能家居系统和报警运营服务业务	12
3.1 楼宇对讲系统业务结构持续提升	12
3.2 智能家居系统和报警运营服务将推动公司快速增长	15
3.3 技术研发、营销及品牌构筑公司竞争优势	18
3.4 公司财务分析	20
3.4 募投项目将大幅扩充公司规模	22
4. 盈利预测与估值	24
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司上市前股权结构.....	4
图表 2: 公司本次发行前后股东情况.....	5
图表 3: 公司近三年一期营收和净利润情况.....	6
图表 4: 主要业务近三年一期收入情况(万元).....	6
图表 5: 2009-2013 年中国安防电子市场规模预测.....	7
图表 6: 2009 年-2013 年中国社区安防市场规模预测及占安防电子整体市场比例预测.....	8
图表 7: 2009 年-2013 年中国楼宇对讲市场规模.....	8
图表 8: 楼宇对讲系统采用技术.....	9
图表 9: 智能家居系统功能结构图.....	10
图表 10: 2009 年-2013 年中国社区防盗报警产品发展情况.....	11
图表 11: 公司业务结构示意图.....	12
图表 12: 模拟楼宇对讲系统的代表性系统方案.....	13
图表 13: 半数字楼宇对讲系统的代表性系统方案.....	13
图表 14: 全数字楼宇对讲系统的代表性系统方案.....	14
图表 15: 模拟、半数字和全数字区别楼宇对讲系统.....	14
图表 16: 公司各项产品占比.....	15
图表 17: 智能家居系统的代表性系统方案.....	15
图表 18: 公司报警系统结构示意图.....	17
图表 19: 家庭用户运营模式.....	18
图表 20: 商业用户运营模式.....	18
图表 21: 报警营运服务盈利模式.....	18
图表 22: 公司正在从事的产品研发项目.....	19
图表 23: 公司全国营销网络.....	19
图表 24: 安防类公司毛利率比较.....	20
图表 25: 销售费用率比较.....	21
图表 26: 管理费用率比较.....	21
图表 27: 存货周转天数比较.....	21
图表 28: 应收账款天数比较.....	21
图表 29: 公司募投项目情况.....	22
图表 30: 公司募投项目拟定的五个研发内容.....	23
图表 31: 公司募投项目拟开发产品.....	23
图表 32: 相关公司估值情况.....	24
图表 33: 公司分项业务预测(单位:万元).....	26
图表 34: 公司盈利预测表(单位:万元).....	27

1. 国内领先的楼宇对讲系统及智能家居系统集成生产商和方案提供商

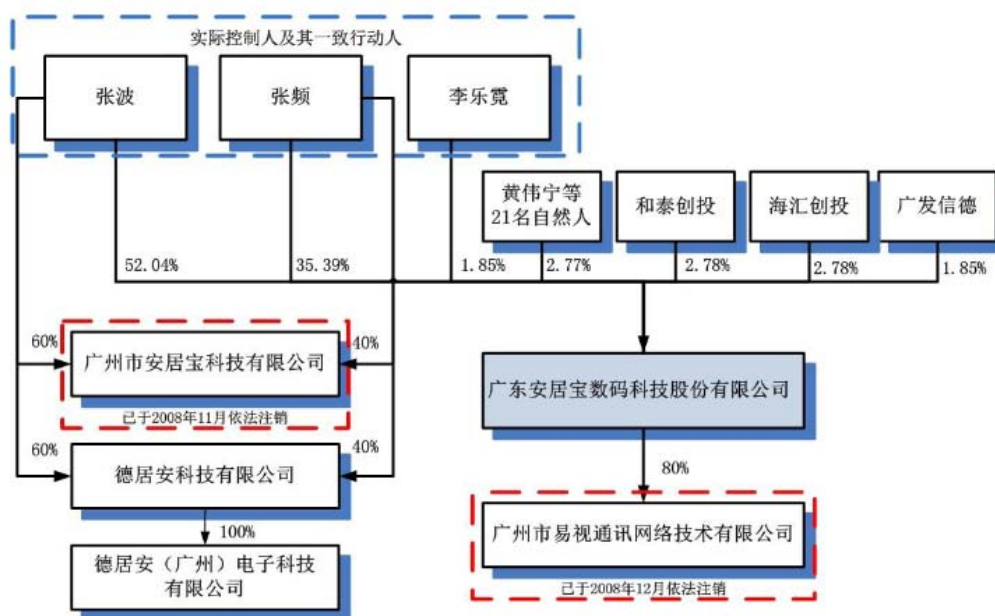
1.1 公司基本情况及股权结构介绍

公司成立于2004年12月，是国内领先的楼宇对讲系统及智能家居系统集成生产商和方案提供商，公司一直专注于社区安保领域，是我国楼宇对讲行业的龙头公司，集研发、系统方案设计、生产、销售、服务于一体。

公司控股股东和实际控制人是张波，持有公司发行前52.04%的股份，目前担任公司董事长和总经理。公司的其他股东中张频、李乐霓与张波分别系兄弟关系和夫妻关系。

公司于2007年11月收购了实际控制人张波先生控股的易视通讯80%的股权，并于2008年12月将其依法注销。目前公司没有子公司。

图表 1：公司上市前股权结构



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

本次公司拟公开发行1800万股，占发行后总股本的25%。发行后第一大股东仍为张波，持股比例为39.03%。

图表 2：公司本次发行前后股东情况

股东	本次发行前		本次发行后	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
一、有限售条件流通股	5400	100%	5400	75%
1、张波	2810	52.04%	2810	39.03%
2、张频	1940	35.93%	5280	26.94%
3、和泰创投	150	2.78%	150	2.08%
4、海汇创投	150	2.78%	150	2.08%
5、广发信德	100	1.85%	100	1.39%
6、李乐霓	100	1.85%	100	1.39%
7、黄伟宁	25	0.46%	25	0.35%
8、张瑞斌	25	0.46%	25	0.35%
9、李志共	20	0.37%	20	0.28%
10、李爱莲	12.5	0.23%	25	0.17%
11、高静迟	12.5	0.23%	25	0.17%
12、黄园缘等 16 位自然人	57	1.12%	57	0.77%
二、本次发行流通股			1800	25%
合计	5400	100%	7200	100%

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

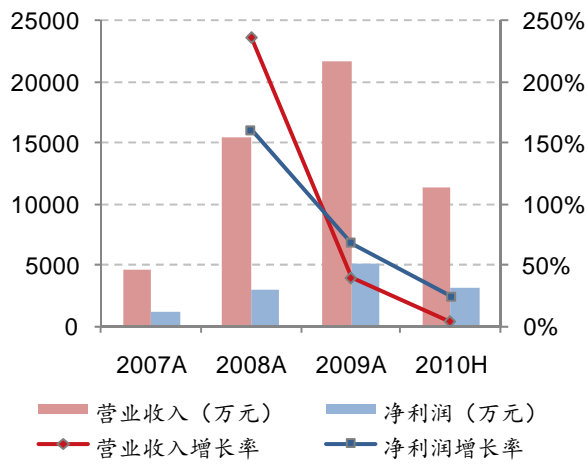
1.2 楼宇对讲系统及智能家居系统集成生产商和方案提供商

公司近三年来营业收入与净利润实现快速增长，2009 年营业收入为 2.17 亿元，同比增长 39.93%，净利润 5,134 万元，同比增长 68.17%。

公司前瞻性的把握行业数字化、网络化、智能化和集成化的发展趋势，依托自身良好的技术研发优势，不断实现主营产品和技术升级和功能优化，提升了自身的行业地位和核心竞争力。公司现已发展成为国内楼宇对讲系统及智能家居系统最重要的集成生产商和系统方案解决提供商之一，集研发、系统方案设计、生产、销售、服务于一体。公司现有主营产品包括楼宇对讲系统和智能家居系统，并已成功开发出防盗报警系统。得益于产品类型的丰富，公司下游应用领域从传统的公共场所、行业用户、企业用户等，逐步扩大到平安城市、数字城市、应急管理、环境安全社会家居安全等安防领域。

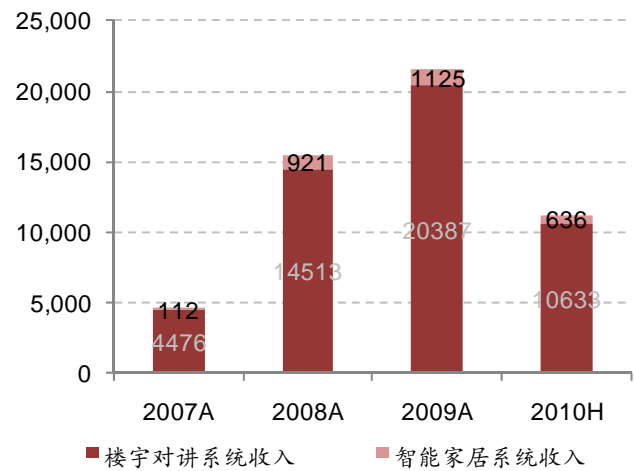
目前，公司主要产品包括楼宇对讲系统和智能家居系统，2009 年这两项业务分别占公司主营业务收入比重的 94.02%和 5.18%，占毛利比重的 92.81%和 6.32%。

图表 3: 公司近三年一期营收和净利润情况



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 4: 主要业务近三年一期收入情况 (万元)



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

2. 社区安防渐获重视

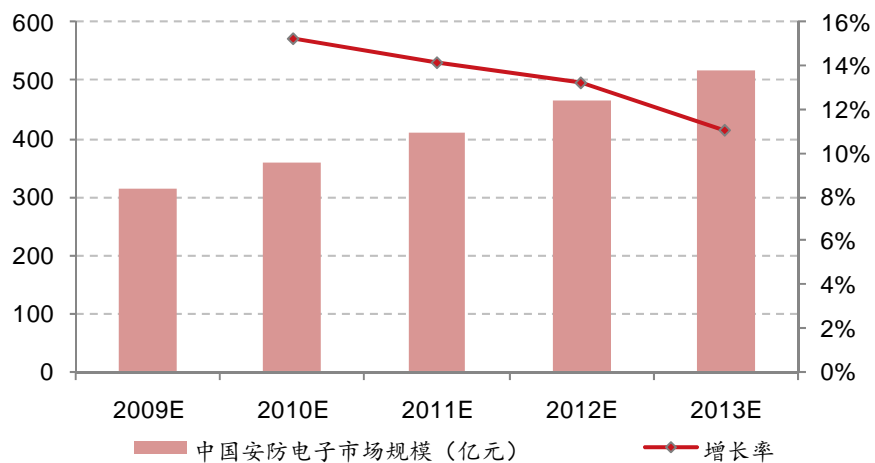
2.1 安防行业需求前景乐观，社区安防渐获重视

安防行业是一个集光电、材料、机械、生物、电子信息工程、通讯技术为一体的综合性高新技术应用行业，是一个知识和技术密集型产业，也是一个技术驱动型产业。

预计随着全球重视安全议题，对安全防范的需求大增，全球安防市场尤其是电子安防市场将得以持续成长。经过三十年的快速发展，我国安防行业形成了以珠江三角洲、长江三角洲和环渤海地区三大聚集地的安防产业集群，并已形成了集研发、生产、销售、工程与系统集成、报警运营业务与中介服务为一体的新兴朝阳产业。

预计在“平安建设”背景下，安防行业需求前景乐观。据赛迪顾问预计，未来五年，我国安防电子市场年复合增长率将达到 13.8%，2013 年市场规模将达 516.9 亿元。

图表 5：2009-2013 年中国安防电子市场规模预测

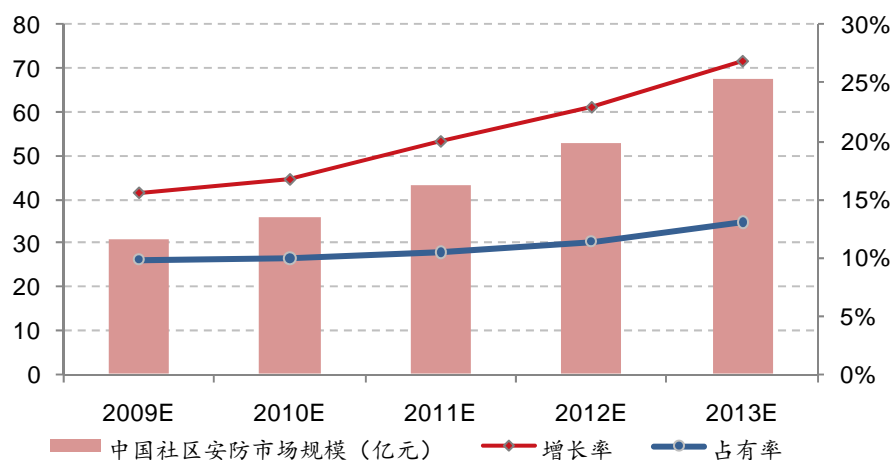


数据来源：赛迪顾问，公司公告，中邮证券研发部

在国内，根据安防产品应用场景进行分类，安防行业主要分为公共场所安防、企事业单位安防、社区安防和机动车辆安防等，公司生产的楼宇对讲系统、智能家居系统和防盗报警系统都属于社区安防产品。

2008 年，我国社区安防电子产品市场规模达到 26.64 亿元，占我国安防电子产品市场 270.54 亿元的 9.8%。目前，我国社区安防市场还未得到有效开发，随着“平安社区”、“安居工程”等一系列政策项目，社区安防渐获重视，市场将从目前一线城市应用扩展到二、三线乃至四、五线城市，预计未来五年的年复合增长率达 20.4%，2013 年的市场规模将达到 67.36 亿元。同时，社区安防在安防行业中的占比也将逐步上升，到 2013 年将达到 13%。

图表 6: 2009 年-2013 年中国社区安防市场规模预测及占安防电子整体市场比例预测



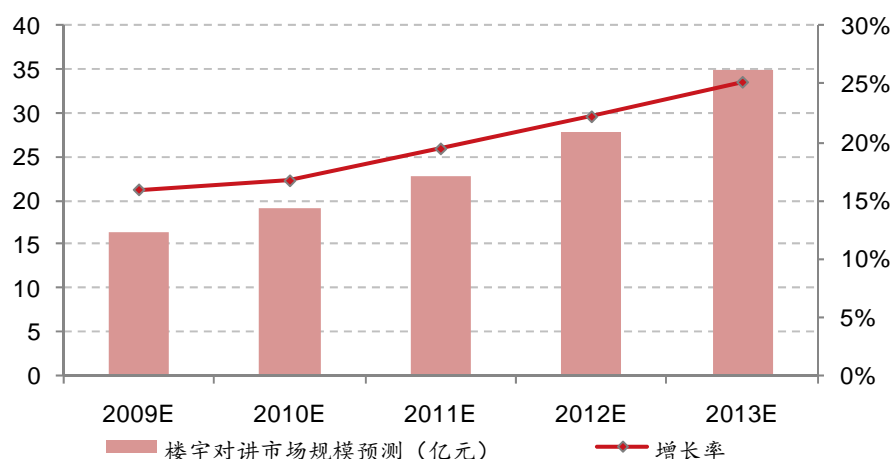
数据来源: 赛迪顾问, 公司公告, 中邮证券研发部

2.2 我国楼宇对讲系统行业竞争力强, 需求稳定快速增长

楼宇对讲系统是社区安防最重要的子系统。我国楼宇对讲行业经过近 30 年的发展, 已经具有一定规模, 现有生产厂商 300 多家, 以中小企业为主。

伴随着房地产业的繁荣发展, 楼宇对讲市场发展迅速, 2008 年市场规模达到 14.12 亿元。预计随着城市化进程推进以及楼宇对讲升级产品需求增加, 未来几年, 我国楼宇对讲行业将伴随着房地产业稳定快速发展, 市场销售额的年复合增长率有望达到 19.8%, 2013 年的市场规模将增至 34.88 亿元。

图表 7: 2009 年-2013 年中国楼宇对讲市场规模



数据来源: 赛迪顾问, 公司公告, 中邮证券研发部

目前，中国楼宇对讲市场竞争激烈，市场处于中度集中寡占性阶段，以安居宝、视得安罗格朗、冠林和立林等为代表的一线品牌算是第一梯队，目前占据较大市场份额，据统计 TOP 4 企业的市场总体销售规模超过 40%。第二梯队分为两种形态，一种是以慧锐通、松本智能、竞争、振威为代表的二线品牌，这些品牌知名度略低，市场占有率相对略小；另一种是以霍尼韦尔、三星、COMMAX、FORMAX 等为代表的国际品牌，这些品牌产品定位高端，但市场覆盖度有限，市场销量小，销售额相对较大。第三梯队是一些区域性的小品牌，这些小企业多数集中在二、三线城市市场。

技术方面，由于国内居住环境是以群居的小区、别墅等建筑方式为主，这一点与国外分散居住为主的居住环境不同，因此，我国楼宇对讲行业发展较为重视自主研发、创新。目前楼宇对讲行业的核心技术基本掌握在国内企业手中，国内企业拥有完全自主知识产权，所获得的专利技术达 300 余项。目前国产产品的市场占有率已超过 90%，进口产品仅占 10%。行业经历了非可视——黑白可视——彩色可视——家庭数字终端的发展历程，对讲系统则从独立系统发展到联网系统，从通过各种总线式联网发展到运用成熟的互联网技术联网，从功能单一型到智能综合控制性，技术进步非常迅速。

图表 8：楼宇对讲系统采用技术

楼宇对讲系统结构	采用技术
门口主机	CCD 摄像技术、红外线补光摄像技术，音频处理及传输技术，CPU 控制、通讯技术，文字编译及显示技术等
室内终端分机	音频处理及传输技术，视频显示技术、CPU 控制编解码及通讯技术、图像处理及存储技术、触摸屏控制技术、文字视频叠加技术、无线接收技术、TFT-LCD 显示技术
传输器材	CPU 控制编解码及通讯技术、自定义编码技术、RS485 通讯技术、音视频数字压缩解压技术和 TCP/IP 宽带通讯技术、光纤通讯传输技术
前端聚集设备	红外传感器技术、烟雾感应器技术、瓦斯传感器技术、温度、位移、压力、流量、湿度等传感器技术

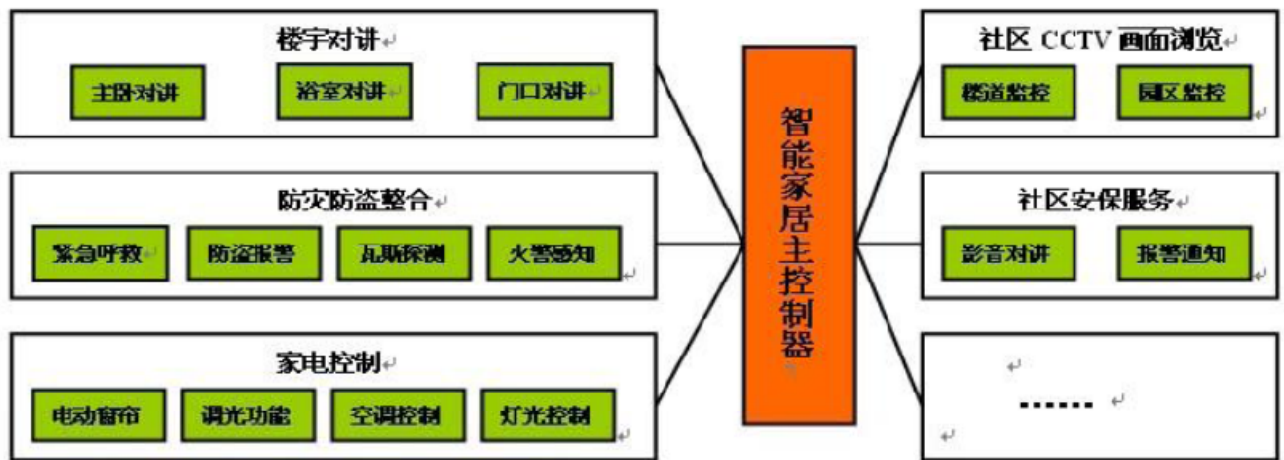
数据来源：公司公告，中邮证券研发部

2.3 以楼宇对讲系统为基础发展起来的智能家居系统未来市场空间广阔

智能家居系统是指以住宅为基础平台，兼备建筑装潢、网络通讯、信息家电、设备自动化、综合布线等技术，集系统、结构、服务、管理为一体的高效、舒适、安全、便利的居住环境。智能家居系统包括三表抄抄、安防报警、可视对讲、监控中心、家电控制、有线电视接入、电话接入、住户信息留言功能、家庭智能控制面板、智能布线箱、宽带网接入和统软件配置等。

安防系统是智能家居中重要的组成部分。尤其是楼宇对讲系统在智能家居系统中扮演重要角色。随着智能家居市场的打开，专业楼宇对讲厂商开始深入到智能家居系统，将可视对讲与智能家居系统进行了一系列的整合，组成一个由家庭安防、远程控制、家庭自动化、家庭娱乐、社区服务等系统组成的综合管理平台。

图表 9：智能家居系统功能结构图



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

智能家居系统的需求随着生活水平的提高而增加。人们不断的对居住环境提出更高的要求，越来越注重家庭生活中每个成员的舒适、安全与便利，因此从市场需求的角度看，智能家居必然随着建筑智能行业的发展而发展。目前，在美国智能建筑占新建建筑的 70%，在日本为 60%，而我国的比例则还在 10%左右，市场发展空间十分大。

此外，节能环保的受重视使得建筑节能日益普及，而很大程度上智能家居是实现能效控制的便利手段之一。另一方面，科技技术也使得家居智能化得以大力推广，比如 3G 的发展使得手机可视对讲、手机视频监控等功能成为现实，拉动智能家居系统需求。

2.4 报警运营服务行业在我国尚处于导入期，比重将日趋增加

报警运营服务业随着客户对大安防概念的逐渐认可而得到迅速发展。报警运营服务业是指当电子报警器发出报警信号后，从事报警信号接收并对信号实现鉴别、处理并派遣相关的服务人员在最快的时间内赶到出警地点的服务性行业。其特点是以电子技术为基础、人力资源服务为主，迅速及时地为付费客户提供人力支援的安全防范工作。

发达国家，社区报警行业是已经比较成熟、大众化、普及化的产业项目，相关配套服务也比较完善。据美国 SBI 公司的数据，美国的报警器系统、服务和安装在 2008 年达到了 170 亿美元左右的市场规模。到目前为止，美国有超过 50%左右的家庭已经安装了报警产品来保护生命财产的安全，并由专业的报警监测中心提供每天 24 小时的报警监控服务。在美国有数千个报警监控中心专门为社区家庭提供报警监控服务。

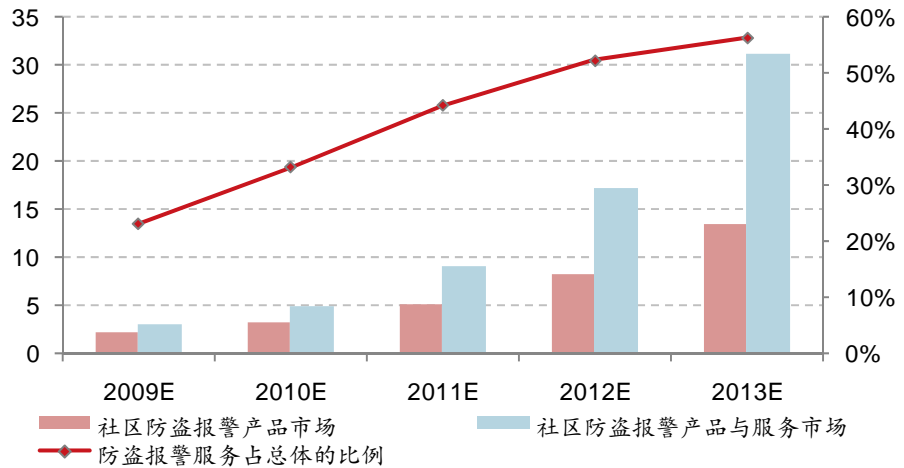
国内报警运营服务从 20 世纪 90 年代开始起步，经过十几年的发展，目前国内从事报警系统安装和服务运营的企业大约有 3,000 家左右，用户涉及金融、交通、电力、电信、卫生和教育等行业和办公楼、商业区、居民区等商业用户，全国联网总用户已超过 100 万户。但无论从行业规模还是人们安防意识来看，我国报警服务尚处于导入期。

推动我国报警服务增长的需求主要有两种，一是安防需求：比如政府需求（派出所、区域报警、重点国家单位）、行业需求（金融行业、交通运输、医疗卫生、文化教育等）以及

社会需求（宾馆、写字楼、大商场、超市和小店铺等）。二是家庭求助需求：随着安防技术的不断发展，防盗报警产品已经突破传统的防盗和入室抢劫等功能，还具备求助功能，如火警、燃气泄露、医疗求助等意外事故报警，除此之外，我国社会的老龄化也迫使社区、家庭单位对报警服务的重视。报警服务亦是构建智能家居系统的必要功能之一。

赛迪顾问预测，未来几年，社区防盗报警产品市场与服务将呈现较快的增长趋势，其中报警运营服务的比重将日趋增加。

图表 10：2009 年-2013 年中国社区防盗报警产品发展情况

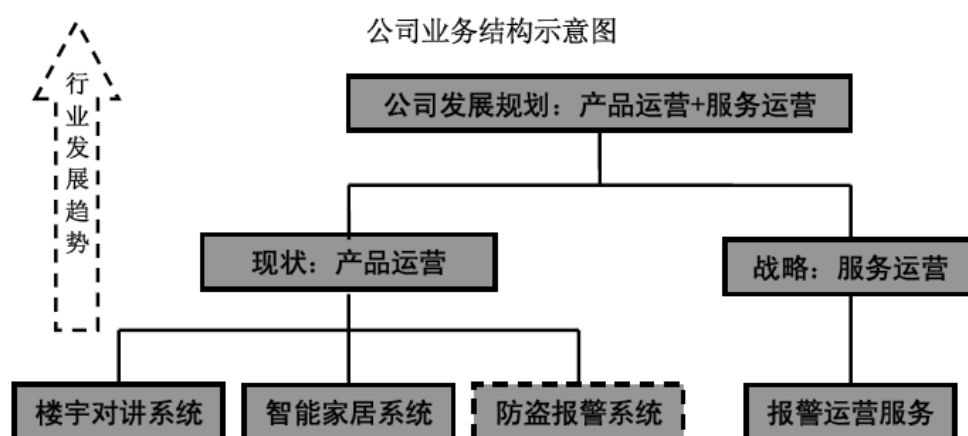


数据来源：赛迪顾问，公司公告，中邮证券研发部

3. 立足楼宇对讲系统业务，积极拓展智能家居系统和报警运营服务业务

公司现有主营产品包括楼宇对讲系统和智能家居系统，已发展成为国内楼宇对讲系统及智能家居系统最重要的集成生产商和系统方案解决提供商之一。在研究和分析国内安防行业政策和行业从“产品向服务转型”的发展趋势、国外安防行业先进发展经验的基础上，结合自身在社区安防领域的竞争优势，公司于 2009 年战略性的提出开展报警运营服务，并成功开发出防盗报警系统。

图表 11：公司业务结构示意图



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

3.1 楼宇对讲系统业务结构持续提升

楼宇对讲系统是一种访客识别电控信息管理的智能系统。公司楼宇对讲系统主要由分机系统、主机系统和管理机系统、中心管理软件及中间设备五个部分组成。其中分机系统、主机系统和管理机系统包含公司自主研发的嵌入式软件。楼宇对讲系统包括模拟楼宇对讲系统、半数字楼宇对讲系统、全数字智能楼宇对讲系统，按实现功能可分为非可视、黑白可视和彩色可视。

(1) 模拟楼宇对讲系统

模拟楼宇对讲系统是指单元内部及单元外部联网部分均采用模拟信号传输的对讲系统，传输的线路以多芯铜质电缆和视频同轴电缆为主。

图表 12：模拟楼宇对讲系统的代表性系统方案



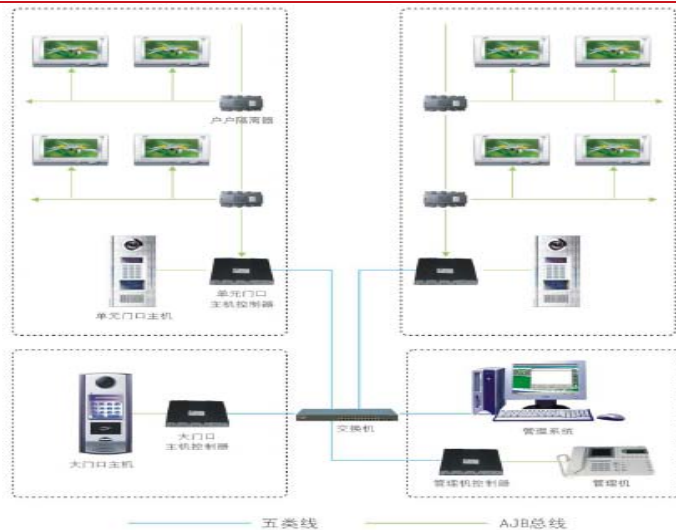
数据来源：公司公告，中邮证券研发部

目前公司在模拟楼宇对讲系统方面的主要产品是 DF2000 可视/非可视系统，主要应用中低档次的社区，公司的音视频模拟信号的远距离传输技术在国内处于领先水平，并在国内首家推出智能小区管理系统，该项技术处于国际领先水平。

(2) 半数字楼宇对讲系统

半数字楼宇对讲系统是指单元内部采用模拟信号传输，单元外部联网部分采用数字信号（国际标准的 TCP/IP 协议）传输的对讲系统。

图表 13：半数字楼宇对讲系统的代表性系统方案



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

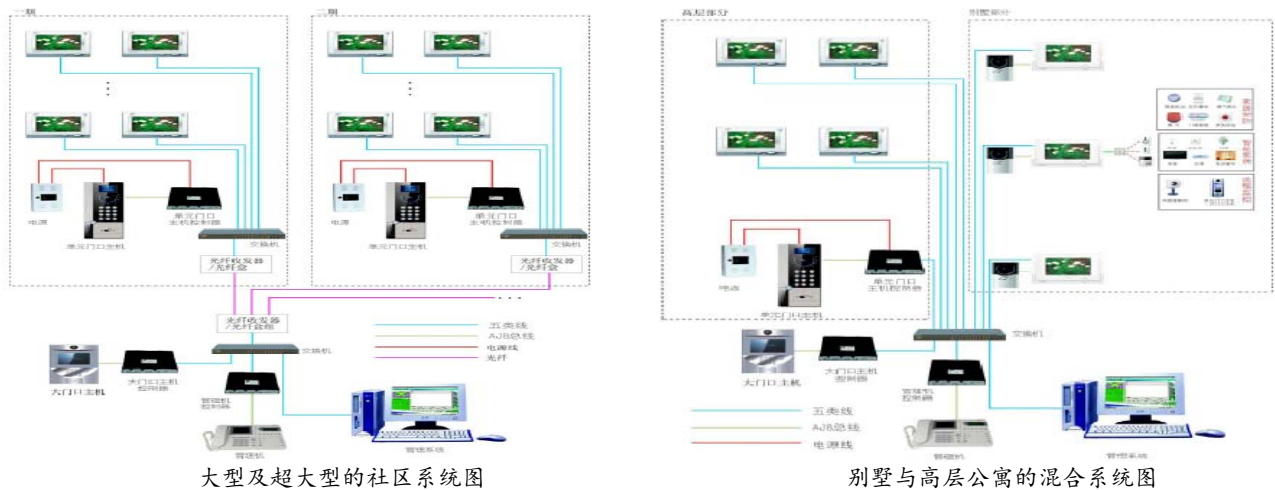
目前公司在半数字模拟楼宇对讲系统方面的主要产品是 DF2002 可视/非可视系统和 DF2004 可视/非可视系统，产品主要定位于中高档的新建楼盘以及户数较多占地面积广的

大型社区。公司在行业内首次将 TCP/IP 技术应用于对讲系统，在可视对讲系统的音视频的数字化处理技术上属于国内首创，国际先进水平。

(3) 全数字智能楼宇对讲系统

全数字楼宇对讲系统是指单元内、外部均采用数字信号（国际标准的 TCP/IP 协议）传输的对讲系统。

图表 14：全数字楼宇对讲系统的代表性系统方案



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

目前公司在全数字楼宇对讲系统方面的主要产品是 DF2006 系统，主要应用在大型和超大型的社区、别墅与高层公寓混合社区。全数字智能楼宇对讲系统彻底解决了模拟系统占线的问题，真正实现单元内外多通道可视对讲。公司采用自主开发的双核（CPU+DSP）嵌入式平台设计，针对可视对讲系统的音视频的数字处理算法，属于国内首创，国际先进水平。

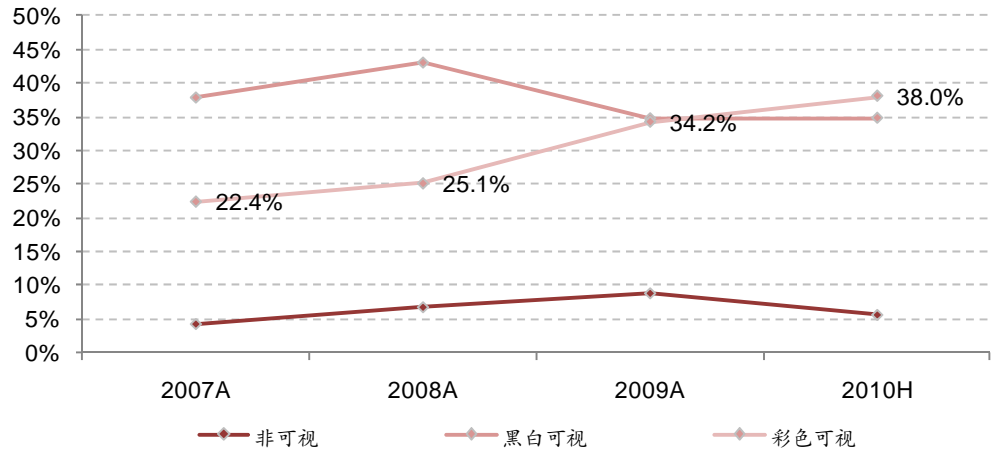
图表 15：模拟、半数字和全数字区别楼宇对讲系统

项目	模拟系统	半数字系统	全数字系统
中央处理器	8 位单片机	64 位高性能处理器	双核（CPU+DSP）嵌入式平台
音视频处理	模拟信号	模拟信号+数字信号	数字信号
信息发布功能	简单图文信息	复杂图文信息	复杂图文信息和音视频信息
传输距离	中短距离	中远距离	无限制
对讲通道	单通道	单元外多通道	多通道
联网规模	中小规模社区	大规模、超大规模社区	无限制
远程控制	不具备	部分具备	完全具备
系统扩展	不强	强	很强
协议标准	厂家自定义	厂家自定义+TCP/IP	TCP/IP
安装	不方便	方便	很方便
维护	不容易	容易	很容易

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

随着社区安防行业的发展，楼宇对讲系统趋于数字化方向发展，黑白可视和彩色可视等具有更多图文、音视频等信息功能的产品日益成为市场主流。公司利用自身技术研发优势，根据市场发展趋势升级产品，近年来产品结构不断优化。

图表 16：公司各项产品占比



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

3.2 智能家居系统和报警运营服务将推动公司快速增长

(1) 智能家居系统

智能家居系统是在楼宇对讲系统数字化的基础上，融合其他家庭控制系统发展而成。公司智能家居系统功能主要包括家电控制、家居安防、网络视频监控和信息交互。

图表 17：智能家居系统的代表性系统方案



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

目前公司在智能家居系统方面的主要产品是 AJB6070C、AJB9070C、AJB8040C 等，产品主要应用在高档别墅社区，公司在无线双向控制技术、智能探测器技术和多种远程控制技术方面都是国内领先。

公司智能家居系统产品具备数字化、网络化、集成化、智能化、无线化和模块化等特点：

- 数字化：数据由 TCP/IP 网络进行传输，提高系统的稳定性及抗干扰性；
- 网络化：系统基于宽带网络（TCP/IP）通讯，从而构建了一个强大的数据共享信息平台；
- 集成化：通过强大的嵌入式操作系统使各个系统有机的结合在一起，系统集成可视对讲、门禁一卡通、小区信息发布、闭路监控、家居安防、信息化停车场、三表远抄、家电控制、远程交互、无线安防等功能于一体；
- 智能化：自动拍录来访者的图像并存储于终端上供住户查看，在家电控制及家居报警方面系统均采用智能对码方式实现终端和智能开关、终端和红外/无线转发器、红外/无线转发器和各种红外遥控设备、终端和无线报警探头之间的通讯；
- 无线化：系统之间无须布线就可实现家用电器及家居安防系统的集中控制，万能型遥控器还可穿墙及障碍物进行远距离遥控。
- 模块化：各个子系统共享同一数据平台，所以各个子系统之间可以根据现场的实际需要进行组合，从而给用户及设备安装调试带来极大的便利。

智能家居系统市场广阔，公司是行业内第一品牌，将受益于行业发展。公司目前智能家居系统占公司营业收入比重不到 10%，增长空间大。公司将持续进行低功耗无线技术和智能探测技术的研究开发，推出更多更适合市场的智能家居产品，同时，公司将通过建立智能家居体验中心，方便客户“零距离”体验智能家居应用来推广智能家居产品。预计智能家居产品将在未来呈现快速增长，占公司收入比重提升，分散公司现在主营业务过度依赖楼宇对讲系统的风险。

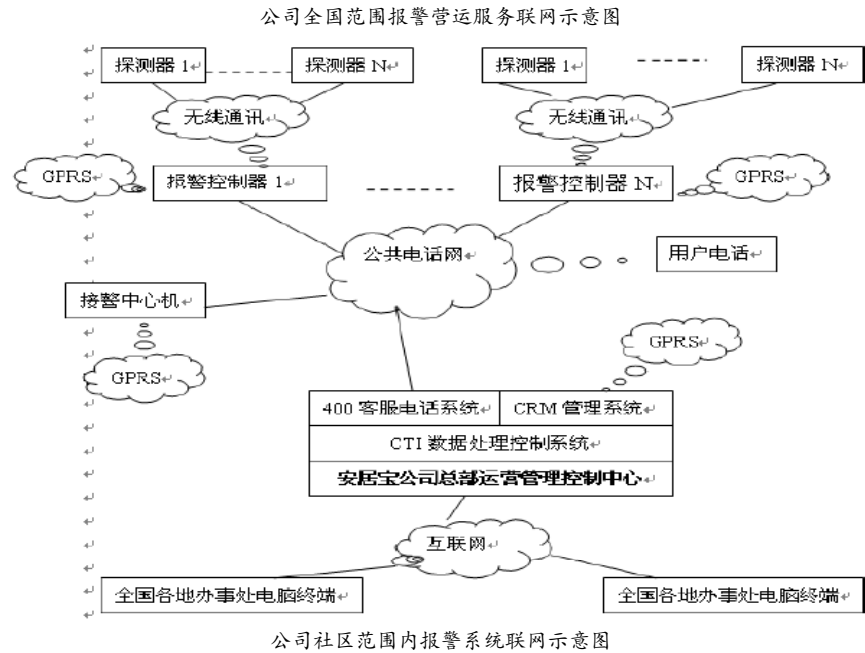
➤ 报警运营服务

目前公司在防盗报警领域推出了全国范围报警运营服务解决方案、社区范围内报警系统解决方案以及住户室内报警系统解决方案。公司在远程控制系统、无线报警信号传输技术和探测器技术等方面都是国内领先。

公司专为报警运营服务设计了防盗报警系统，是由无线网络、移动数据网络和公用交换电话网络组成的通讯平台上提供报警处理的一套信息系统。

防盗报警系统由营运管理控制中心、接警中心机、无线报警控制器、各类无线探测器和无线遥控器等组成。营运管理控制中心由 400 客服电话处理系统、CRM 业务信息处理系统、CTI 数据控制系统及中央数据库组成。

图表 18：公司报警系统结构示意图

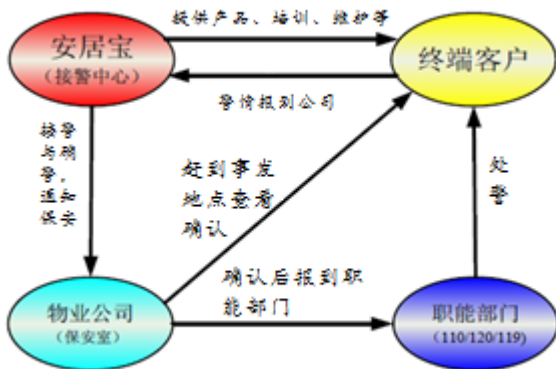


数据来源：公司公告，中邮证券研发部

“报警营运服务”是公司现有“产品运营”业务的延伸和公司的战略性举措，有利于优化公司业务和增加公司利润增长点。公司在总结国内外运营模式的基础上，探索出一种全新的运营模式：通过与物业管理公司、保安公司的合作，发挥各自优势资源，向客户提供防盗报警系统和为客户提供更快捷的报警服务，合作各方分享业务发展带来的成果。

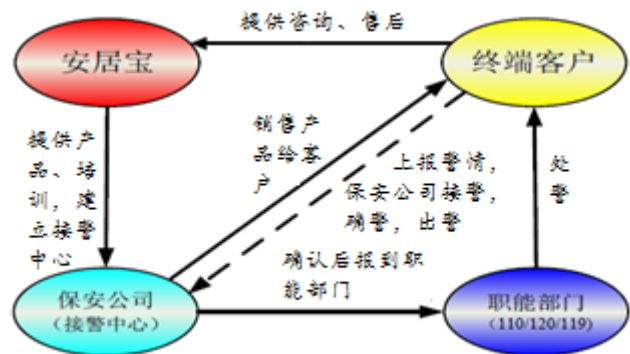
目前来看，该模式具备警情响应高效快捷、低成本运营、适应不同层次用户需求、且售后服务更为便携的优势。作为公司的战略业务，公司现已成功研发和生产出专用于报警营运服务的防盗报警系统——AJB2008 系列产品和 AJB2009 系列产品。同时，公司现已与 70 多家物业管理公司和保安公司签订了合作协议，建立了战略合作关系，涉及 300 余个楼盘，涵盖了 30 万以上家庭用户。

图表 19：家庭用户运营模式



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 20：商业用户运营模式



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 21：报警营运服务盈利模式

合作方	收入来源
安居宝	1、报警系统销售收入；2、报警系统租赁收入分成；3、报警系统安装收入；4、报警运营服务收入分成。
物业管理公司	1、终端销售报警系统的差价收入；2、报警系统租赁收入分成；3、报警运营服务收入分成。
保安公司	1、终端销售报警系统的差价收入；2、报警系统租赁收入分成；3、报警运营服务收入分成。

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

3.3 技术研发、营销及品牌构筑公司竞争优势

公司在技术研发、营销和品牌方面积累了竞争优势：

(1) 技术研发优势

公司坚持自主创新，在工业设计、音视频传送、总线通讯控制、音视频数字化、通讯网络化等行业领域拥有核心技术，共有专利 35 项，软件著作权 8 项。公司在行业内首家推出适用于大型社区联网的可视对讲系统，在行业内首次推出基于 TCP/IP 网络结构的数字社区智能管理系统，率先推出带拍录功能、镜头可转动的门口主机系统，推出集家电控制、安保、信息服务为一体的纯 IP 数字社区系统，成功开发出无线家电产品和专用于报警运营服务的无线报警系统。

目前公司内部形成了多部门协作的技术研发机制，确保公司产品技术保持先进性的同时，贴近市场需求，减少研发产品的市场风险。目前公司正在从事的技术研究项目有新一代嵌入式系统平台和无线防盗报警系统，并有多项新产品处于研发阶段。

图表 22: 公司正在从事的产品研发项目

新产品名称	目标	目前所处阶段
彩色可视主机	国内领先	小批量试制
7 吋彩色可视分机	国内领先	小批量试制
3.5 吋彩色可视分机	国内领先	小批量试制
4 吋黑白可视分机	国内领先	小批量试制
7 吋彩色数字终端	国内领先	方案设计
10 吋彩色数字终端	国内领先	方案设计
4 吋彩色移动终端	国内领先	基础研究
7 吋彩色数字台式终端	国内领先	基础研究
无线报警控制器	国内领先	基础研究
无线信息家电遥控器	国内领先	基础研究

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

(2) 营销渠道与服务优势

公司采用直销的销售模式, 建立了分公司的营销渠道。在全国经济较发达和市场环境较好地区设立了 40 家分公司, 基本实现了全国一、二线城市的网点布局和销售、服务的本地化。从业务分布来看, 目前公司业务主要集中于华东, 华南和西南。随着公司营销与服务体系扩建项目的执行, 公司将优化和扩大营销服务网络, 进一步提高市场响应速度和服务能力, 提升公司业绩。

图表 23: 公司全国营销网络



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

(3) 品质和品牌优势

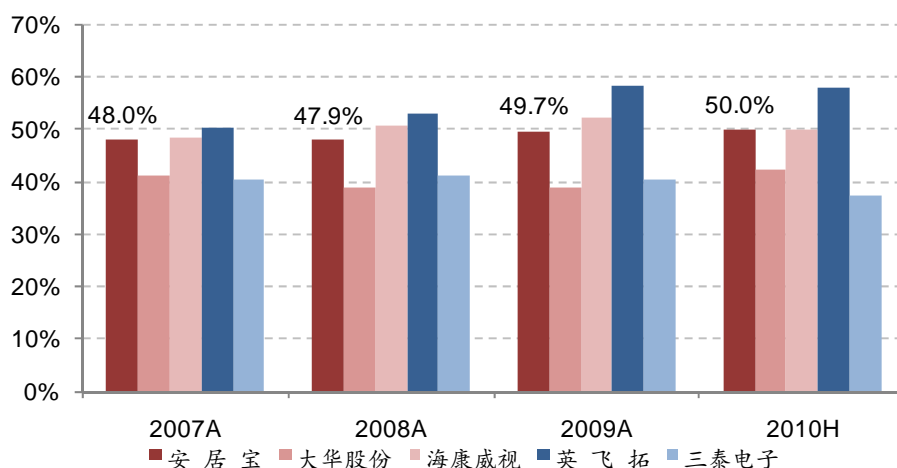
公司是中国安全防范产品行业协会副理事长单位、中国智能建筑专业委员会常委会单位、联网型可视对讲系统行业标准的第一起草单位。公司及无线报警控制国家标准的主起草单位。公司产品品质获得广泛认可，曾被评为中国安防十大新锐产品，第十一届中国国际社会公共安全产品博览会产品金鼎奖，中国国际社会公共安全产品博览会创新产品奖和中国智能建筑品牌奖等殊荣。

3.4 公司财务分析

➤ 盈利能力

公司拥有自有品牌，产品技术含量高，且部分产品具备个性化、定制化需求等特征，因此毛利率较高。公司注重产品创新，带动公司产品结构升级，近年来公司毛利率有上升趋势。与安防行业上市公司大华股份、海康威视、英飞拓、三泰电子相比，公司毛利率处于中上等水平。

图表 24：安防类公司毛利率比较

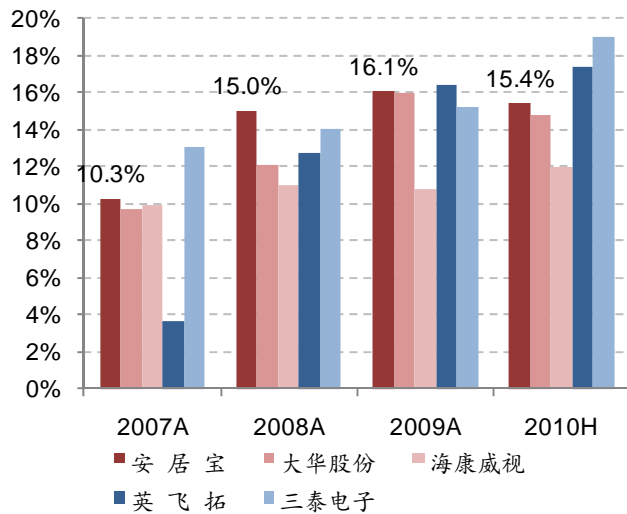


数据来源：聚源数据，中邮证券研发部

公司在销售费用率上位于可比公司中上等水平。由于下游客户中工程商占比较大，而工程商集中度低，使得公司在营销和服务网络的建设上投入较大，因此销售费用率较高。

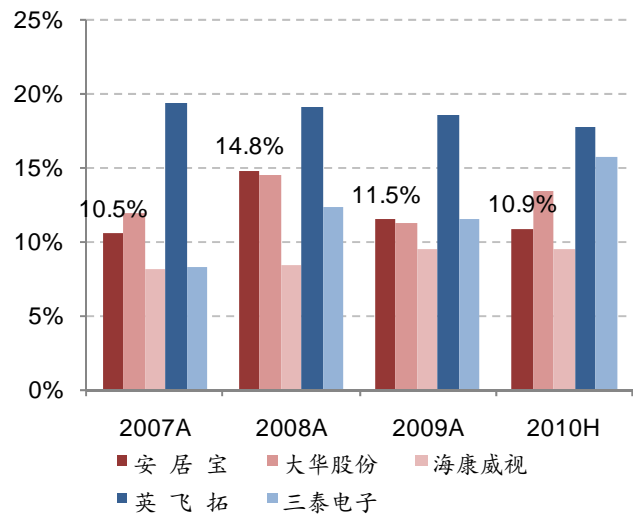
管理费用率公司位于可比公司中下水平，目前公司管理费用主要为研发费用。近年来公司加强内部管理，管理费用率有下降趋势。

图表 25: 销售费用率比较



数据来源: 聚源数据, 中邮证券研发部

图表 26: 管理费用率比较



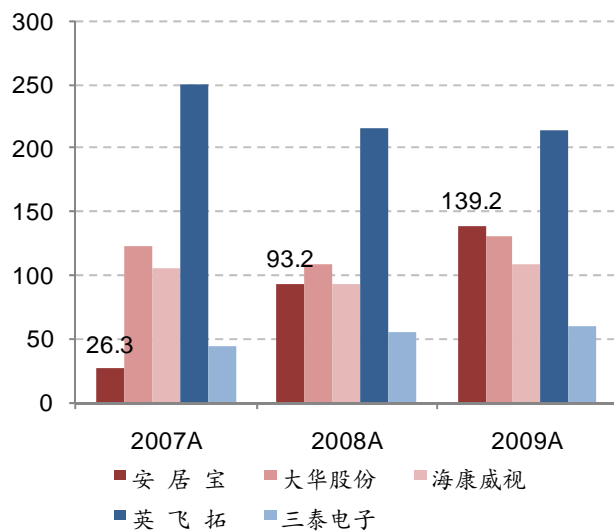
数据来源: 聚源数据, 中邮证券研发部

➤ 经营效率

近年来公司业务发展迅速, 库存增长较多, 导致公司存货周转天数提高。但仍处于行业中水平。

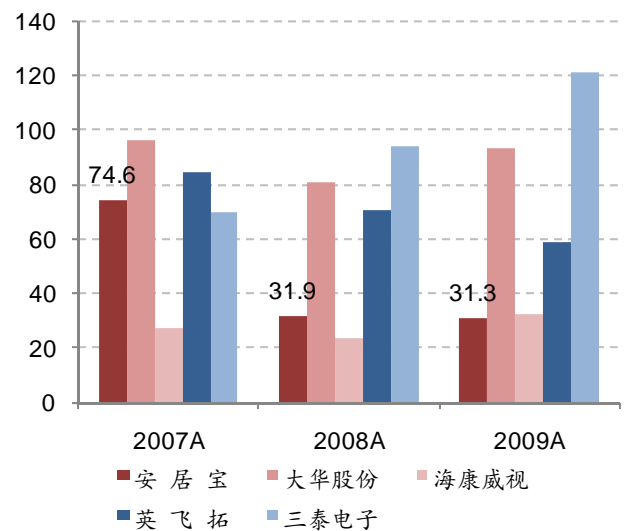
公司执行较严格的信用额度客户的管理流程制度, 应收账款周转天数稳定在 30 天左右, 低于行业平均水平。

图表 27: 存货周转天数比较



数据来源: 聚源数据, 中邮证券研发部

图表 28: 应收账款天数比较



数据来源: 聚源数据, 中邮证券研发部

3.4 募投项目将大幅扩充公司规模

公司本次 IPO 拟募集资金 2.15 亿元，投资于研发中心建设项目、扩产至 122 万台数字化安防产品项目、营销与服务体系扩建项目等三个项目。

- 研发中心建设项目的实施，能进一步提升公司的研发能力，增强公司的核心竞争力；
- 扩产至 122 万台数字化安防产品项目的实施，将显著提高公司产能、实现规模效应和降低产品成本，有效优化产品结构，提高公司的整体市场份额和附加值高的高端产品的销售比例；
- 营销与服务体系扩建项目的实施，能提升现有营销与服务网络的档次，同时增加在二三线城市的营销、服务网络的布局，从而提升公司品牌形象和形成于公司产能扩大相匹配的营销能力。

图表 29：公司募投项目情况

项目名称	预计总投资额	募集资金使用量	建设期	与现有业务及技术的关系
研发中心建设项目	3,008.41	2,445.80	2 年	以现有研发人员为班底，建设研发中心和实验室（包括音频实验室、视频实验室、网络实验室、无线电实验室、可靠性实验室），增加研发设备的投入和研发人员，进一步提升公司的技术水平和产品开发能力，巩固和扩大现有技术优势。
扩产至 122 万台数字化安防产品项目	12,582.52	8,644.24	2 年	以现有技术为基础，通过扩大生产场地、建设更先进和生产能力更大的生产线，将数字化产品年产 30 万套的产能扩张至 122 万套的规模，并提高产品的附加值和生产能力，优化公司产品结构。
营销与服务体系扩建项目	10,411.53	10411.53	2 年	根据行业市场向二、三、四线城市发展的趋势，通过复制现有营销与服务网络的成功经验，优化和扩大营销服务网络，使公司在两年的时间内共建立 100 个营销网点，进一步提高市场响应速度和服务能力，提升公司业绩。
其他与主营业务相关的运营资金项目	-	-	-	-
合计	26,002.46	21501.57	-	-

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 30: 公司募投项目拟定的五个研发内容

序号	研发项目名称	研究内容	产品形式
1	新一代系统平台的研究与开发	形成基于 TIDaVinci 的数字化平台、嵌入式 LINUX 及 GUI、多媒体软件框架。	全数字系统产品、数模转换产品
2	数字音频处理技术研究	开发多种格式编解码软件 (PCM、ADPCM、MP3 等)、回声抑制算法以及音信号识别及产生算法。	全数字系统产品、数模转换产品、无线数字产品
3	数字视频处理技术研究	开发多种格式编解码软件 (M-JPEG、MPEG4、H. 264 等)、移动帧测技术软件、3A 技术软件以及去噪滤波技术软件。	全数字系统产品、数模转换产品、无线数字产品
4	网络传送技术研究	实现 SIP、RTP/RTCP、RTSP、RSVP 等网络控制与传输协议的应用, 以及应用层 QOS 控制。	全数字系统产品、数模转换产品
5	低功耗无线通讯技术研究	实现网络结构、无线通讯协议、低功耗及电源管理, 降低成本, 提高产品质量和水平, 效益明显。品	无线报警产品、无线智能家居产

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 31: 公司募投项目拟开发产品

产品类型	新品名称	产品类型
半数字系统	可视主机 DF2000ATV/11	可视主机、感应按键、铝拉丝面板、LCD 中文显示
	可视分机 HY-159BV6	4 吋 CRT 黑白可视分机, 具有监视、开锁、通话功能、可呼叫管理机
	可视分机 HY-152BVC8	3.5 吋 TFT 彩色可视分机, 具有监视、开锁、通话功能、可呼叫管理机、可带八防区
	可视分机 HY-152BVC7	7 吋 TFT 彩色可视分机, 具有监视、开锁、通话功能、可呼叫管理机、可带八防区
	层间解码器 HY-736/1	负责分机的解码和数据转发及数据隔离, 可带 8 台分机
	层间解码器 HY-736/2	负责分机的解码和数据转发及数据隔离, 可带 4 台分机
	电源 DE-200C	28V 开关电源
	EM 卡读卡器 HY-213A	读取 EM 卡的 ID 号并进行处理, 也可作为主机的外接门禁
	EM 卡读卡器 HY-213B	读取 EM 卡的 ID 号并进行处理, 作为独立门禁使用
	MIFARE 卡读卡器 HY-213B	读取 MIFARE 卡的 ID 号并进行处理, 也可作为主机的外接门禁
MIFARE 卡读卡器 HY-214B	读取 MIFARE 卡的 ID 号并进行处理, 作为独立门禁使用	
开锁控制器 HY-236	与 EM 卡读卡器或 MIFARE 卡读卡器配合使用, 实现开锁功能	
7 吋数字终端 AJB-9071C33	7 吋触摸屏显示, 中文菜单, 彩色可视, 具有通话、开锁功能、可灵活编码、可呼叫管理机、可接收信息、TPC/IP 联网	
10 吋数字终端 AJB-9101C	10.2 吋触摸屏显示, 中文菜单, 彩色可视, 具有通话、开锁功能、可灵活编码、可呼叫管理机、可接收信息、TPC/IP 联网	
全数字系统	报警控制面板 AJB-A751A/F	无线控制、单键布防、密码撤防、单键报警
	无线声光警号驱动器 AJB-A761/AJB-A762	报警时, 驱动声光报警设备进行报警
	报警拍录器 AJB-A781	报警时, 对报警现场进行拍录, 记录报警现场
	无线中继器 AJB-A731A/F	无线报警信号的接力, 有效扩展无线范围
	接警中心机(后台软件)	利用电脑平台实现接收报警控制器发来的报警信号, 进行报警处理及控制
无线报警控制器 AJB-A801A/F	具有 LCD 中文显示, 具有键盘、接收无线报警探测器发来的报警信号, 并上传到接警中心, 具有防盗和求助报警功能	

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

4. 盈利预测与估值

我们预计公司

- (1) 随着募投项目陆续投产，公司未来产品出货量迅速增长。彩色可视产品增速高于公司平均增速；
- (2) 产品毛利率略有下滑，但公司综合毛利率受益于产品结构改善，有所提升；
- (3) 销售费用率和管理费用率随收入规模上升，趋于下降；财务费用于 2011、2012 年因超募资金利息表现为净收入；
- (4) 公司仍享受增值税退税，实际有效税率低。

预计公司 2010 至 2012 年的收入分别为 2.68 亿元、3.59 亿元和 5.14 亿元，净利润分别为 6,795 万元、9,761 万元和 14,236 万元，对应的摊薄后每股收益分别为 0.94 元、1.36 元和 1.98 元。

我们选取 A 股上市公司中从事安防行业的海康威视，大华股份、三泰电子和英飞拓进行比较。我们较为看好公司由产品向运营拓展的业务发展前景，参考相关公司估值，我们认为公司的合理估值区间是 2011 年 35 到 40 倍 PE，对应的价格 47.60 元 54.4 元。

图表 32：相关公司估值情况

	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2010PE	2011PE	2012PE
大华股份	1.73	2.44	2.97	46	33	27
海康威视	2.09	2.76	3.60	43	33	25
三泰电子	0.54	0.76	-	48	34	-
英飞拓	0.64	1.07	1.53	58	35	24
平均值	-	-	-	49	34	-

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

5. 风险提示

➤ 受房地产行业景气度影响的风险

楼宇对讲系统、智能家居系统和防盗报警系统产品主要应用于住宅社区楼盘，市场分布于全国各地，房地产行业的景气度对本公司影响较大；

➤ 技术研发和新产品开发风险

公司若未能在前沿技术研究持续保持行业领先，并及时跟进市场需求开发出新产品，竞争力将被削弱；

➤ 市场竞争加剧的风险

社区安防行业国内竞争对手和潜在的进入者较多，随着竞争对手技术水平的不断提高以及各项条件的逐渐成熟，公司将面临产品价格下降或市场占有率下降风险；

➤ 报警运营业务市场开拓的风险

报警运营业务市场发展空间较大，但国内尚存在运营业务盈利模式不成熟等普及障碍，若公司报警运营业务的国内用户数量不能得到快速提高，或者公司未能采取恰当有效的推广策略或者不能被用户所接受，报警运营业务依然面临较大的市场开拓风险。

图表 33: 公司分项业务预测 (单位: 万元)

楼宇对讲系统	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	14,513	20,387	25,086	32,920	46,157
其中: 非可视	1,048	1,928	2,024	2,024	1,822
黑白可视	6,683	7,534	8,664	10,397	11,956
彩色可视	3,892	7,413	10,007	15,011	25,519
中间设备	2,833	3,249	4,061	5,076	6,345
其他	57	264	330	412	516
yoy	224%	40%	23.0%	31.2%	40.2%
毛利率	47.3%	49.0%	49.8%	49.0%	49.0%
销售毛利	6,871	9,996	12,489	16,130	22,609
yoy	221%	45%	25%	29%	40%
智能家居系统	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	921	1,125	1,463	2,194	3,291
yoy	726%	22%	30.0%	50.0%	50.0%
毛利率	56.1%	60.6%	61.0%	61.0%	61.0%
销售毛利	517	681	892	1,338	2,007
yoy	783%	32%	31%	50%	50%
合计	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
合计营业收入	15,496	21,683	26,805	35,882	51,369
yoy	236.9%	39.9%	23.6%	33.9%	43.2%
合计毛利	7,421	10,768	13,522	17,891	25,673
yoy	236.1%	45.1%	25.6%	32.3%	43.5%
综合毛利率	47.9%	49.7%	50.4%	49.9%	50.0%

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 34：公司盈利预测表（单位：万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	15,496	21,683	26,805	35,882	51,369
增长率(%)	236.9%	39.9%	23.6%	33.9%	43.2%
减：营业成本	8,075	10,911	13,283	17,992	25,696
营业税金及附加	116	219	268	359	514
销售费用	2,328	3,482	4,029	5,382	7,192
管理费用	2,291	2,490	3,083	3,983	5,496
财务费用	117	86	13	-718	-514
资产减值损失	19	20	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	33	0	0	0	0
营业利润	2,584	4,476	6,129	8,884	12,985
加：营业外收入	499	678	804	1,076	1,541
减：营业外支出	12	10	0	0	0
利润总额	3,070	5,144	6,933	9,961	14,526
减：所得税	17	10	139	199	291
净利润	3,053	5,134	6,795	9,761	14,236
归属于母公司所有者净利润	2,937	5,134	6,795	9,761	14,236
增长率(%)	181.6%	74.8%	32.3%	43.7%	45.8%
少数股东损益	115	0	0	0	0
总股本（万股）	5,000	5,400	7,200	7,200	7,200
每股收益（元）	0.59	1.02	0.94	1.36	1.98

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限公司研发部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限公司研发部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。

公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本为 5.6 亿元人民币。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务；2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》

2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

业务简介

■ 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。